

論説

# 公開買付けにおける敵対的買収者による 株主名簿閲覧謄写請求権の行使

木村真生子

- I. 序論
- II. 公開買付けにおける当事者利益とその関係性
- III. 米国法
- IV. 日本法
- V. 考察
- VI. 結語

## I. 序論

### 1. 問題の所在

敵対的公開買付けにおいて、買収者は会社上の「株主の権利」を行使し、直接株主に公開買付けの勧誘を行う目的で、対象会社に株主名簿の閲覧謄写請求権を行使することができるのか<sup>1)</sup>。

従来、委任状勧誘目的による閲覧謄写請求権は学説・判例において共に認められてきたが<sup>2)</sup>、公開買付け勧誘目的による請求が可能かどうかについては学

---

1) Schwertの実証研究によれば、買収の公表をすると、それは即敵対的買収であるとの評価を下されがちであるが、買収の公表は交渉戦略の一つにすぎず、買収を公表したからと言って直ちに敵対的とはいえないため、友好的な買収と敵対的な買収は明確に区別できないという (Schwert, G. W., "Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?", LV (6) Journal of Finance 2599, at 2600, 2637)。しかし本稿では、経営陣の頭越しに株主に対して買付提案を持ちかける場合を「敵対的」として論を進める。

#### 論説（木村）

説において議論がある<sup>3)</sup>。このような状況の下で、東京地裁平成24年12月21日決定<sup>4)</sup>（PGMホールディングス株式会社対株式会社アコーディア・ゴルフ〔株主名簿閲覧謄写仮処分申立事件〕。以下、アコーディア・ゴルフ事件）は、公開買付けが委任状勧誘と連動する状況の下で、敵対的買取者に対し、公開買付け勧誘目的による株主名簿の閲覧謄写権を認める決定を初めて下した。すなわち、買取者は1株でも株式を保有すれば、会社法125条2項に基づく権利を行使して株主名簿を入手し、株主に対して直接公開買付けの勧誘を行うことを認められたことになる。

ところが、公開買付けを規律する金融商品取引法（以下、「金商法」）は、原則として株券等の買付け等の申込み又は売付け等の勧誘を行う際には公告によることを義務づけている（金商法27条の2第6項等）。個々の株主に対する通知等の方法は、勧誘の手段として否定されているわけではないが、このような場合は適用除外に該当する限りで許容されているにすぎない<sup>5)</sup>。金商法上、原則として認められていない投資者に対する個別勧誘も、買取者が株主となって

---

2) 裁判例として、東京高決平成20年6月12日金判1295号12頁〔日本ハウズイング事件 抗告審〕、東京地決平成22年7月20日金判1348号14頁〔大盛工業事件〕がある。

3) コーポレートガバナンスの観点から、株主権の行使として公開買付け目的の帳簿書類等の閲覧請求権を是認するものとして、山下友信編『会社法コンメンタール（3）』（商事法務、2009）293頁〔前田雅弘〕（形式的な理由をもって権利の濫用とまでは言い難い場合にまで請求権を否定することは疑問である）、伊藤雄司「判批」別冊ジュリ金商法百選23頁（2013）（会社法125条3項1号にいう「株主の権利」は会社経営に関わる抽象的な権利も含まれるべきである）、荒谷裕子「判批」平成23年度重判ジュリ1440号99頁（2013）（会社法と金商法が補完し合うことを理由に、株主が有する金商法上の権利については1号の「株主の権利」に含めてもよい）、松井智予「フタバ山陽株主名簿謄写仮処分命令申立事件と会社法・金商法の課題」商事1925号10頁（2011）（法の形式的運用が、株主たる地位を前提としない公開買付けにおいて、株主名簿の閲覧謄写請求を拒絶する実務を招く）などがある。これに反して、コーポレートガバナンスに資するという理由のみで、金商法の規定に服する買取者が会社法125条2項に基づく請求を行うことができるとは直ちにいえなとの見解もある（稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2011）327頁）。

4) 金判1408号52頁。

5) 神田秀樹ほか『注解証券取引法』（商事法務、1988）255頁。

会社法上の権利を行使することによって直ちになし得ると考えられるだろうか。

## 2. 検討の目的と検討順序

本稿は、株主の地位を前提としない公開買付けにおいて、とりわけ公開買付けが支配権取引<sup>6)</sup>に利用されうる場合に、対象会社の株主を勧誘する目的で、買収者自らが会社法上の「株主としての権利」を行使し、株主名簿の閲覧等を行って個別勧誘を行うことの可否を米国法との対比において検討するものである。

米国を検討対象とするのはわが国の会社法の情報収集権の母法が米国にあるということのみならず、米国において同様の議論、すなわち、委任状勧誘目的による株主の調査権は是認できるが、公開買付勧誘目的による権利行使の可否については必ずしも是認できないのではないかという点において、学説・判例において議論があるからである<sup>7)</sup>。実際、敵対的買収事案で株主の調査権を争った裁判例では判断が分かれており、また、本稿と同じ問題意識に基づき、Pimentelは公開買付け者の直接勧誘の是非を論じるために州法及び連邦法と判例法の関係について分析を行い<sup>8)</sup>、McChesneyは支配権移動の局面における、買収者の株主としての調査権行使の可否を論じている<sup>9)</sup>。

そこで、本稿は以下のように検討を進めることとする。II章では、議論の前

6) 「支配権取引」とは、第三者である買収者と対象会社の株主との間の取引を指し、買収者が取締役を選任できるところまで対象会社の株式の獲得を図る取引をいう (R・クラークマン他〔布井千博監訳〕「会社法の解剖学」(レクシスネクシスジャパン、2009) 211頁〔P・デービス＝K・ホプト〕。なお、森淳二郎教授は、「会社支配」とは、株主総会で取締役を選任できる力を意味すると狭く解釈すべきではなく、資本多数決制度という特別の立法政策で認められた優越的地位を享受できることを意味すると広く捉えるべきだと説かれる (森淳二郎「株主の帳簿閲覧請求権」企業会計45巻6号40頁 (1993))。

7) McChesney, F. S., "'Proper Purpose', Fiduciary Duties, and Shareholder-Rider Access to Corporate Information", 68 University of Cincinnati Law Review 1199 (2000), at 1218.

8) See, Pimentel, J. D., "Tender Offer and Bidder Access to Target Company Shareholder Lists", 1978: Brigham Young University Law Review 436 (1978).

## 論説（木村）

提として、公開買付けの局面における当事者の利益状況について整理を行う。これを基にして、Ⅲ章で米国法の状況を分析する。まず、株主の調査権に係る連邦証券法と州法（主としてデラウェア州一般会社法）の規律を確認し、その後、関連する裁判例を取り上げて分析を行う<sup>10)</sup>。

さらに、対象を相対化するために、Ⅳ章では日本法の状況を整理する。公開買付け勧誘に関連する規制の概要や制度趣旨を確認した後、アコーディア・ゴルフ事件を取り上げ、判旨を分析する。以上を基にⅤで考察を行い、最後にⅥで全体をまとめる。

## Ⅱ. 公開買付けにおける当事者利益とその関係性

公開買付けにおいては、買取者と対象会社の株主及び対象会社の取締役の三者の利害が複雑に絡み合う<sup>11)</sup>。そこで、まず、公開買付けに係る当事者の利益状況を詳細に分析することとする。

### 1. 買取者の利益

買取者の主要な利益は対象会社の支配権を獲得することから生じる。買取者は対象会社の事業を拡大することもあれば、不振に陥った会社を立て直すことによって利益を得ることもできる。

---

9) See, McChesney, *supra* note (7). See also, Johnson, L. and Millon, D., "Does the Williams Act Preempt State Common Law in Hostile Takeovers?", 16 Securities Regulation, L. J. 328. (1988).

10) 木俣由美「適切な経営監視のための株主の情報収集権—会計帳簿閲覧権を中心に—」産大法学38巻1号34頁、注135（2004）では、会社の支配権移動が問題となるケースにおいて、通常、株主の請求が拒否されているとして、Thomas & Betts Corp. v. Leviton Manufacturing Co., 681 A 2d 1026 (Del. 1996) が例示されている。同事件は、公開会社である Thomas & Betts が、非公開会社の Leviton (Leviton の株式は親族のみが保有していた) に対して行った買取事案であるため、本稿の趣旨との関係では検討の対象としない。

11) 公開買付けによって支配権移転が起きる場合、株主以外の利害関係者、とりわけ対象会社の従業員の利益状況を考慮することも必要である。株主以外の利害関係者のエージェンシー問題については、クラークマン・前掲注 (6) 241-243 頁等を参照。

そこで、公開買付けを成功させるために、公開買付価格の設定において不利にならぬよう、あるいは対象会社からの不測の批判に晒されぬように、公開買付けの公表前は市場に情報が漏れ出ないような処置を講じておくことが肝要である。しかし他方で、公開買付けを成功裡に終わらせるために、買付者は対象会社の株主とコミュニケーションを図ることが重要になる場合がある。株式所有が分散している会社では、個人株主の態度如何で公開買付けの成否が決まることがあるからである。そこで、買取者は対象会社の株主に対して、公開買付けが開始されることや買付条件そのものを直接伝えようとする。

たしかに、公開買付けについては法が詳細な手続きを定めているとはいえ、直接勧誘の可否については言明していない。そうであれば、公開買付けが比較的短期間のうちに終了することを念頭に置き、対象会社の株主名簿を利用して、直接株主に文書を送る方法を選択することは、スピードと確実性の面でより効果的な手段となりうる<sup>12)</sup>。

## 2. 対象会社の株主の利益

公開買付けに際し、対象会社の株主は、投資者として、投資収益の拡大を志向するのが常である。すなわち、投資者としての株主は、キャピタルゲインを得るために公開買付けに応じるべきか、それともインカムゲインを重視して売却をせずに株主の地位に留まるといった他の方法を選択すべきかを検討する利益を有する。

そうすると、投資収益の実現のためには、株主が買取者と対象会社の双方の情報を自由に入手できる状態にあることが望ましいといえる。もっとも、情報収集にあたり株主は積極的に会社法上の情報収集権を行使するのではなく、一般的には、投資者として、金商法が買取者に課す情報開示義務の反射的な利益を享受することで情報を得るにすぎない。

---

12) Appleton, R. D., "VI. The Proposed SEC Tender Offer Rules—A Panel, The Proposed Requirement", 32 Business Lawyer 1381 (1977), at 1386.

論説（木村）

なお、この情報収集に係る株主の利益保護を理由にして、買取者が自らの情報を広く株主に開示するために、買取者が株主の地位を得て、対象会社の取締役に株主名簿の開示義務があることを主張して、その閲覧請求権行使の正当性を主張することがしばしばある<sup>13)</sup>。

### 3. 対象会社の取締役の利益

対象会社の取締役は公開買付けが実施されることを、積極的に株主に通知することを義務づけられてはいない。また、公開買付けの開始の事実を直接個々の株主に伝える必要もない。証券投資における自己責任原則の下では、一般に、投資家が自律的に情報収集を行い、買取者の要請に応じるか否かを判断することが、当然の前提であると解されるからである。

この点については米国法も同様である。米国では、公開買付けの事実が公知されている以上、対象会社の取締役に株主に公開買付けの事実を知らせるコン・ロー上の義務はなく、連邦法上も、公開買付けの実施の事実を株主に直接知らせるよう、対象会社に要請を行う権限をSEC（米証券取引委員会）に対して認めていない<sup>14)</sup>。さらに、州法は、会社法上の信任義務を根拠にして、公開買付け情報を株主に伝達することを取締役に義務づけてはいないし、証券法上も対象会社の取締役が株主に対して公開買付けに応じるように推奨する義務もない<sup>15)</sup>。ただし、一端、取締役会が公開買付けに応じるよう株主に推奨することを決議し、これを公表した後は、株主に情報を伝達する義務が対象会社の取締役に生じ、情報の不実開示や記載漏れを起こさない義務が生じる（SEC規則14d-4）<sup>16)</sup>。

なお、買取者の買付提案に関連して、わが国の対象会社の取締役の価格交渉

13) Pimentel, *supra* note (8), at 440-442.

14) *Ibid.*, at 440 and 440 n. 23.

15) 判例法上、株主に有害な公開買付けに対して経営者が反対する義務があるとしたものがある（*Northwest Industries, Inc. v. B.F. Goodrich Co.*, 301 F. Supp. 706 [1969], at 712）。

16) 17 CFR § 240.14d-4.

義務についてみると（わが国の会社法の下では株主利益最大化原則が妥当するという前提を置く）<sup>17)</sup>、合併対価とは異なり、公開買付けにおいては、対象会社の取締役はその職務として、公開買付け価格に関する積極的な交渉義務を負わないと解されている<sup>18)</sup>。

また、公開買付け開始後の手続きにおいて、わが国では、対象会社の取締役が意見表明報告書の提出義務を負うが（金商法27条の10第1条）、意見を表明すること自体は義務付けられておらず、意見表明できない理由を記載することで意見を留保することができるものと解されている（他社株買付府令第4号様式記載上の注意を参照）<sup>19)</sup>。いずれにせよ、意見表明報告書の虚偽記載による取締役の責任を回避するためには、報告書の記載は合理的な根拠に基づくことが必要である<sup>20)</sup>。したがって、公開買付けが行われる際、対象会社の取締役は、当該公開買付けが友好的なものなのか非友好的なものであるのか、それとも敵対的なものであるのか、言い換えれば、それが自社の企業価値を高めるものであるのか、それとも企業価値を棄損するような内容を含むものであるのかを精査する必要がある。

しかし公開買付けによって支配権移転が生じる可能性がある場合、対象会社の取締役は潜在的に自らの地位を確保するための行動、つまり利己的な行為に走りやすいことに留意しておく必要がある<sup>21)</sup>。対象会社の取締役は現に有す

17) 株主利益最大化原則の妥当性について、例えば、江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』（有斐閣、2014）24-25頁、落合誠一『会社法要説』（有斐閣、2010）55頁等を参照。

18) 合併対価については価格の決定や合意を行う権限が取締役にあるが、公開買付けについては法解釈上、取締役は公開買付け価格に関する積極的な交渉義務を負わないとする見解について、太田洋＝矢野正紘「対抗的買収提案への対応に際しての取締役の行動準則（下）—わが国でレブロン「義務」は認められるか—」商事法務1889号50-51頁（2010）を参照。

19) 意見表明報告書の趣旨は、対象会社の株主に対して当該公開買付けに応じることを勧めるか否かの観点からなされるべきと解されるが、実務上は「対象会社」の利益になるか否かという観点から当該公開買付けに対する賛否が記載されている（太田＝矢野・前掲注（18）51頁）。

20) 金商法197条の2第6号及び会社法上の法令順守義務に基づく。

21) クラークマン・前掲注（6）213頁。

論説（木村）

る支配権を用いて、株主に対する買収提案を阻むような多様な防衛措置を講じ、買収者が株主に対して引き続き買収提案を行うことを断念させるような行動に出ることも予想される。

#### 4. 公開買付けの本質と当事者利益の関係性

以上で見た当事者利益の相互関係はその緊張関係に特徴がある<sup>22)</sup>。なぜならば、支配権の移動を引き起こす取引当事者（買収者と対象会社の株主）と、その結果として支配権の移動が起こる当事者（買収者と対象会社の取締役会）が異なるために複雑なエージェンシー問題が生じるからである<sup>23)</sup>。すなわち、支配権取引は対象会社の株主にとっては収益の確保につながるが、その行為により、現職の取締役の地位や特権が脅かされることになる。

敷衍すれば、緊張関係は次のようなかたちで現れる。対象会社の株主は、所与の権利として株式の自由譲渡性が原則保障されており、その取引は買収者と株主との個別の契約によって有効になる。しかしこれは同時に、投資における自己責任の下で、個々の株主が公開買付けに際していかなる行動をとるか、株主自身が連携をとるなどしないかぎり、予測をつけられずに判断を迫られることを意味する。予測がつかないという点では、対象会社の取締役も同様である。所有と経営が分離されている会社では、会社の事実上の支配権は株式の保有の多寡に関わらず、対象会社の取締役会が有しているが、株主による株式の売却が買収者により取締役を選任できるところまで進められると、必然的に会社の経営方針に対して影響が及ぶ。つまり、取引者の行為が会社の経営方針に関わる場合、通常、取締役会もしくは株主総会またはその両方の決定が必要であるという認識が通常であるために齟齬が生じる<sup>24)</sup>。このように、公開買付けにおいては、会社の経営方針が株主の専属的な決定権に委ねられる可能性が出てくる。

他方で、買収者は、対象会社の株主がどの程度買収提案に応じるかを予測す

22) 本節の記述はクラークマン・前掲注(6) 212-227頁による。

23) この局面におけるエージェンシー問題は、「双子のエージェンシー問題」と呼ばれる（クラークマン・前掲注(6) 217頁）。



ることに困難を感じながらも、取締役と株主の緊張関係を利用して、専ら自らの利益を図る行動に出ることができる。具体的には、買取者は対象会社の株主に圧力をかけて、株主にとって最適ではない買付価格を提示したり、内容の異なる公開買付け（いわゆる二段階買取）を実施したりする可能性がある。つまり、株主各人が予測できないことを、買取者が不当に利用する余地が公開買付けにはあることになる。

#### 5. 対象株主としての地位を得た買取者の利益

対象会社の株主の地位を得た買取者が株主名簿の閲覧等の請求を行う局面では、買取者は「株主として」の利益をも有している。ただし、買取者は一株主でありながら、支配権から生じる潜在的な利益（いわゆるコントロールプレミアム）を有している点で他の株主とは異なる利益を有している。しかも、買取者は一方で支配権を争いながら、他方で支配権の変動を認めるか否かを株主として決定する立場にも立つ。このように、買取者は2つの矛盾する利益を有している。

以上を前提とすれば、株主名簿の閲覧請求を行う際、買取者は株主としての権利を行使するのではなく、株主としての権利を利用して株主名簿を閲覧し、他の対象株主に直接買取提案を行うことで圧力をかけ、自らの利益を図る思惑

---

24) これは買取提案に関する「決定権」を対象会社の株主と対象会社の取締役との間でいかに配分をするかという問題に帰着する。配分方法には2つの考え方があり、株主のみに決定権を付与し、取締役会は当該決定に従うだけとするものと、株主と取締役会の双方が決定を行うとするものがある。前者によると、株主の利益は尊重されるが、株主にとって必ずしも最適な買取提案を受け入れることができない可能性がある（すなわち、買取者と株主の間のエージェンシー問題が解決されない）。また、後者によると、取締役会が株主と買取者との間のエージェンシー問題を解決できる可能性に加え、取締役が従業員などその他の利害関係者のエージェンシー問題の解決を図る可能性が高まるが、一方で、取締役が他当事者の利益を図ることを根拠に自らの保身を図る可能性もある。このような問題を解決するにあたり、英国やEU公開買付け指令は前者の考え方を採用する法制度を有し、米国では後者の考え方に基づき経営者及び株主に拒否権を付与している（クラークマン・前掲注（6）217-218頁）。

#### 論説 (木村)

があると考えられなくもない。しかし概して買収者がそのような意思を積極的に表明することはないだろう。敵対的公開買付けにおいては、むしろ、当該公開買付けが対象会社の誤った経営を正す必要性に基づいていることや、買収提案に対象株主が応じれば対象株主の利益確保になり、株主利益最大化原則の観点から望ましいという主張を展開することで、閲覧請求の要件となる「正当な目的 (proper purpose)」を裁判所に認めさせる可能性が高まる。実際、買収者は公開買付けと委任状勧誘を併用することで、公開買付けを「それぞれの提案の経済的な有利性の判断」の場から、「抽象的な会社の企業価値の議論」へと変容させることができるために<sup>25)</sup>、委任状勧誘目的と公開買付け目的が併存した株主名簿の閲覧謄写請求ないし株主の調査権を行使することが多い。また、かかる請求は概して容認されやすい傾向にある<sup>26)</sup>。

以上により、株主である買収者は矛盾する複層的な利益を有することから、買収者が掲げる権利行使の目的は、直裁には「正当な目的」として評することができない性質のものであることが明らかになった。そこで、次に、この問題に係る米国法の状況をみることにする。

### III. 米国法

#### 1. 株主の調査権に係る規制の概要

##### (1) 州法の規制

米国の多くの州法は、株主に会社の記録の調査権を認めている<sup>27)</sup>。例えば、デラウェア州では、一般会社法220条において株主の情報収集権に関する定めを置き<sup>28)</sup>、この株主の権利は定款によっても排除されない強行規定とされてい

25) 神谷光弘＝熊木明「敵対的買収における委任状勧誘への問題と対応—アメリカでの実務・先例を参考に」商事法務1827号23-25頁(2008)を参照。なお、公開買付けは「実際には買収者を支持すれば、買収者の提示した金額で自分の株を買い取ってもらえる」という心理的保証を株主に与えるため、委任状勧誘の際には株主は経済条件の有用性の観点からどちらの提案に賛同するかを判断することができるという(同23頁)。

26) Bainbridge, S., *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed. (Foundation Press, 2008), at 242.

る<sup>29)</sup>。

したがって、買取者も対象会社の株主になると、株主に与えられた調査権を行使することができ、請求が認められれば、買取者は株主名簿を入手し、他の株主に対して直接勧誘を行うことができる。これは、逆に言えば、公開買付けを実施する前に対象会社の株主にさえなっておけば、買取者は直接勧誘をするための手段を確保できることを意味する。ただその場合であっても、調査権の行使が認められるためには、買取者の請求が株主としての利益と合理的に関係していることが必要になる<sup>30)</sup>。

実際、株主は調査権を行使する際、委任状勧誘のような正当な権利を主張するものもあれば、名簿を利用して不要なダイレクトメールを送る場合のように、私的な利益と深く結びついた主張をするものがあるからである。したがって、株主の権利が正当に行使されるために、株主は書面による申請を義務づけられたり（一般会社法220条(b)）、閲覧に際し正当な目的を要求するルールで規律される。しかし「正当な目的」についての詳細な定義がないために解釈上の問題が生じる。

公開買付けが正当目的に当たるかどうかについての解釈は判例法に委ねら

---

27) 米国法の紹介については、木俣・前掲注(10)1頁；同「株主名簿の閲覧と会社情報の保護」商事法務1710号75頁(2004)；同「アメリカにおける株主名簿・会計帳簿閲覧請求権をめぐる問題と行使状況について—R. S. Thomasによるデラウェア州会社法セクション220関連ケースのリサーチより」産大法学39巻3・4号49頁(2006)、米山毅一郎「アメリカ法における株主の株主名簿閲覧請求権—「正当目的(proper purpose)」に関する一考察—」法学雑誌38巻2号4頁等(1992)、黒沼悦郎「株式原簿閲覧請求権行使の正当な目的」商事法務1491号39頁(1998)などがある。

28) デラウェア州一般会社法(Delaware General Corporate Law: DGCL) §220。なお、模範事業会社法(Model Business Corporation Act: MBCA) §16.02でも株主の記録調査権が規定されており、株主名簿もその調査の対象とされている(MBCA §16.03(c))。

29) Welch, E. P., Turezyn A. J. & Saunders, R.S., *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals*, 2014 ed. (Wolters Kluwer, 2013), at 589. 制定法と判例法の歴史的な展開と関係性については、木俣・前掲注(10)20-21頁を参照。

30) DGCL §220 (b) .

## 論説 (木村)

れ、従来の判例では、公開買付けは会社の利益を向上させうる点でまさに正当な事業目的 (corporate purpose) であるとか<sup>31)</sup>、株主が株式の購入で利益を上げる点で正当な株主の利益と関係性があり、会社や他の株主の利益を害することはない<sup>32)</sup>などとして、他の株主と連絡を取るために株主名簿を要求することは正当な目的に当たると判断されてきた<sup>33)</sup>。つまり、裁判所は、会社にとって有害な目的に基づく株主からの請求を拒絶してきた従来の類型と<sup>34)</sup>公開買付け勧誘目的とを、一応は区別している<sup>35)</sup>と考えることができる。

## (2) 連邦法 (ウィリアムズ法)

米国では、買取者が公開買付けの実施を知らせるために、買取者が株主 (証券保有者) に対して新聞広告<sup>36)</sup>を行うことのほかに、株主名簿を用いて株主に直接勧誘をすることを証券法 (いわゆるウィリアムズ法)<sup>37)</sup>上で認めている (SEC 規則 14d-4(a)(3))。すなわち、買取者が書面によって対象会社に請求を

31) *Mite Corp. v. Heli-Coil Corp.*, 256 A.2d 855 (Del. Ch. 1969); *Crane Co. v. Anaconda Co.*, 39 N.Y. 2d 14, 382 N.Y.S. 2d 707, 346 N.E. 2d 507 (1976)。

32) *Davey v. Unitill Corp.*, 133 N.H. 833, 585 A. 2d 858 (1991)。

33) 例えば、*MMI Investment, L.L.C. v. Eastern Co.*, 701 A. 2d 50 (Conn. Super. Ct. 1996) at 59。ただし、株主への勧誘を促すために、株式仲買人 (stockbroker) が対象会社の資料を開示する目的で株主名簿の調査権を行使することは正当な目的に当たらないと判示されたものがある (*White v. Jacobsen Manufacturing Co.*, 293 F. Supp. 1358 (E.D. Wis. 1968))。

34) Shipley, W. E., "Purpose for which Stockholder or Officer may Exercise Right to Examine Corporate Books and Records" in Annotation, 15, A. L. R. 2d 11 (West Group, 1951), at 11.

35) Pimental, *supra* note (8), at 442.

36) ①全文による新聞広告 (規則 14d-4(a)(1)) と②資料請求先の記載を伴う概要を付した簡易な新聞広告 (規則 14d-4(a)(2)) がある。②の方法は、規制の公平性・平等性の観点から、3-4頁にもわたる長文広告を掲載することで買取者に多大なコストが掛かる問題を解決したものである (Appleton, *supra* note (12), at 1383)。たしかに、①の方法は②よりも簡素になっているが、買取者は証券法規則によって様々な資料を配布することが義務付けられているため、対象会社の株主が簡易な新聞広告によって情報を制限され、またそれにより害されることはないとされている (*Crouse-Hinds Co. v. Internorth Inc.*, 518 F. Supp. 416 (N.D.N.Y. 1980), at 455-456)。

37) 1934年連邦証券取引所法の1968年改正を指す。

行おうと<sup>38)</sup>、対象会社は当該要求から2日以内に、買取者の費用で買取者の書類を株主に流布するか、買取者に株主名簿等を開示して買取者に自ら書類を配布してもらうか否かを決め、買取者に返答しなければならない（同規則14d-5)<sup>39)</sup>。

会社の貴重な情報資産である株主名簿をあえて買取者に開示し、買取者に株主を直接勧誘することが米国で許されているのは、第1に、重要な情報の完全かつ公平な開示は株主の利益になること、第2に、規制客体に対する規制の衡平性の見地から正当化されているからである<sup>40)</sup>。これは、株主に十分な情報開示させ、より長い時間をかけて株主に公開買付けに応じることの当否を判断させることが、公開買付規制の目的と合致するという発想による。

ただし、買取者に対象会社から株主名簿が供された場合でも、買取者は名簿の目的外利用を許さないための厳しい規制に服さなければならない（規則14d-5(f)）。例えば、買取者は入手した株主名簿等を極秘に扱い（同規則(f)(4)(iii)、保有することやコピーすることが禁じられ、公開買付終了後は当該名簿等から得られたいかなる情報も保持してはならないとされている（同規則(f)(4)(iv)）。また、買取者は公開買付けの終了後、速やかに株主名簿や証券の持ち高リストを返却することが義務づけられている（同規則(f)(4)(ii)）。

ところで、一口に株主名簿といっても、名簿の情報が古く、実質株主の情報がない株主名簿では、株主に広く勧誘を行いたい買取者にとってはあまり実益

38) 買取者による書面申請での記載事項についてはSEC規則14d-5(e)が規定する。

39) 17 CFR § 240.14d-5。なお、戸田暁「米国法を中心とした公開買付け制度の検討」商事法務1732号15頁（2005）も参照。

40) Appleton, *supra* note (12), at 1382。なお、議会においても、買取者と対象会社の取締役役に（情報開示に関して）平等な機会を与えることによって、投資家に利益のために完全かつ公正な開示がなされるという証言が行われていた（113 Cong. Rec. 24664（1967）, noted on Hirst, S.&et al., "The Williams Act: A Truly "Modern" Assessment", [The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, October 2, 2011], at 7, cited on <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2011/10/The-Williams-Act-A-Truly-Modern-Assessment.pdf>）。

## 論説 (木村)

がない。そこで、米国では、公平性の観点から<sup>41)</sup>買収者に対象会社と同じ情報伝達能力を備えさせるために、1999年の規則改正以降、委任状勧誘のルールと平仄を合せるかたちで、公開買付けの際に株主名簿を相手方に開示する場合、登録株主が記載された株主名簿だけでなく、非拒絶実質株主 (non-objecting beneficial owner) の名前と住所、証券の持ち高が記載された最新の名簿 (NOBO リスト) を請求後3営業日までに開示しなければならなくなった (規則 14d-5 (c))<sup>42,43)</sup>。

株主の調査権を会社法上の権利ではなく証券法上の権利として認めることは、買収者に対象会社の株主ではない場合に、対象会社に株主名簿を請求できる機会を与える点で大きな意味を持つ。もっとも、会社経営に異議を唱える者に対して、対象会社が株主の情報を積極的に開示するとは通常は考えがたく<sup>44)</sup>、対象会社が買収者に株主名簿を開示することは稀である。このため、買収者に対象会社の株主である場合には、州会社法上の株主の権利を行使して、株主名簿の閲覧請求をすることがあり、株主の調査権が許容される「正当な目的」の存否をめぐるしばしば争いが生じることになる。

## 2. 敵対的買収事案と判例法

上記Ⅱ. 1. (1)で述べたように、米国では公開買付勧誘目的は正当な目的に当

---

41) 株主への勧誘に際し、買収者に対象会社と同じ情報伝達手段を有することは、買収者が対象会社よりも優遇されたということを必ずしも意味するものではない。例えば、開示された NOBO リストについていえば、買収者は、自らの費用で清算機関にある証券の持ち高リストに名前を掲載された参加者に連絡を取り、各参加者に公開買付けの資料が何セット必要かを聞き、それらを配布しなければならない (規則 14d-5(f)(4)(vi))。

42) Loss, L., Seligman, J. and Paredes, T., *Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> ed., vol. V, (Aspen, 2011), at 111 n. 206.

43) わが国において最新の株主情報を請求株主に開示する際の問題点については、柳明昌「株式振替制度における株主情報の入手可能性」西南学院大学法学論集 37 巻 4 号 2 頁 (2004) 等において検討がなされている。

44) See, Loss, L., *Fundamentals of Securities Regulation*, 2<sup>nd</sup> ed., (Little, Brown & Co., 1988), at 466-467.

たと判例法において評価され、また、証券法においても、買取者による直接勧誘のための株主名簿の調査権が認められている。しかし、敵対的買取の事案においては、判例法は必ずしも買取者の調査権を認めていないものがある。

そこで、以下では、敵対的買取事案で株主の請求を認めた裁判例と請求を棄却した裁判例のうち主要な裁判例を取り上げてみる(Ⅲ.2.(1)肯定例、及びⅢ.2.(2)否定例(1))。なお、米国では、株主名簿や会計帳簿等の株主の調査権が一つの条文に混在していることもあり、会計帳簿の調査権に係る事案ではあるが、敵対的買取事案において買取者の請求が否定された裁判例についても同様にみておく(Ⅲ.2.(3)否定例(2))。

#### (1) 肯定例

##### a. Crane Co. v. Anaconda Co. (①判決)<sup>45)</sup>

###### [事実]

1975年8月、イリノイ州法会社のCrane社(原告X)は、モンタナ州法会社のAnaconda社(被告Y)の劣後債100万ドルと引き換えに同数の普通株式500万株の買付けを行うと発表した。X社に反対するY社は、X社の提案はY社の最善の利益にならないという趣旨の手紙を株主に直接送付した。

同年10月、SECに提出したX社の登録届出書が有効になると、X社は、株主を勧誘する際に利用してもらうための目論見書を、多数のプロローカーや商業銀行などに配布した。翌日、X社は、公開買付けに関するすべての情報を株主に提示する信任義務がY社にあるとして、Y社に対し株主の調査権を行使した。このときまだX社はY社の株主ではなかった。しかしその後まもなく、買付により約235万株(全体の11%超)を手にしたX社は、会社法上の規定(当時のイリノイ州事業会社法45条)を根拠にY社に対して書面により株主名簿を請求した。これをY社が拒絶したために、株主の調査権行使の可否をめぐる争われたのが本件である。

45) 346 N. E. 2d 507 (1976).

論説 (木村)

〔判旨〕

X社を非難する手紙をY社が株主に送付したことでX社は損害を被り、また、X社の目論見書をY社の費用で送付するというX社の提案も、その費用の高さのためY社は受け入れることができなかった。一方で、X社が株主とコミュニケーションを図るために試みた手段自体は不適切なものではなく、十分な株式を保有する株主として、目論見書を用いて勧誘を行うことには実質的な理由がある。これに対し、Y社は、X社の請求が不適切な目的であることを十分に立証できていない。

なお、X社が株主名簿を早急に必要としたのは、Y社が突如訴外Tenneco社との合併を公表したためであったとX社は主張しているが、本判決では検討を行わない。

b. Mesa Petroleum Co. v. Aztec Oil & Gas Co. (②判決)<sup>46)</sup>

〔事実〕

本件は、Aztec社(被告Y)の発行済みの全普通株式(556万余株を8千名超えの株主が保有していた)を取得する意思を公表したMesa社(原告X)が、現金による公開買付けを10日間実施する旨の新聞広告を行ったことに始まる敵対的公開買付けの事案である。X社はY社の取締役に対してその株主名簿を請求したが、Y社の取締役会は、X社の公開買付けに反対することを決定し、閲覧請求を拒絶した。また、Y社はX社による公開買付けに反対する広告を出し、X社に関して誤解を招くおそれがある手紙をY社の株主に直接送付した。

そこで、X社はウィリアムズ法(SEC規則14(e)条)に基づき、Y社は同社の株主に公開買付けに係る資料を送るかまたは同社の株主名簿を開示する義務があるとして、Y社を提訴した。

〔判旨〕

買付期間を延長し、すべての相関的な権利を認めるという前提の下で、Y社

---

46) 406 F. Supp. 910 (N.D. Tex. 1976).



と X 社の立場を株主に知らせるためには、X 社に Y 社の株主名簿のアクセス権を認めることが最善である<sup>47)</sup>。したがって、Y 社は同社の株主名簿を X 社に開示しなければならない。

c. *Applied Digital Data System v. Milgo Elec. Corp.* (③判決)<sup>48)</sup>

〔事実〕

公開買付けの際、対象会社の Milgo 社（被告 Y）に防衛的な手段を講じられた Applied 社（原告 X：ADDS）は、Y 社への仮差止命令の決定を受けた後、その補充手続き（supplementary proceedings）において、Y 社に対しその株主名簿を請求した。ただし、X 社は対象会社の株主ではないため、株主名簿についてはコモン・ロー上の権利もなければ、制定法上の権利も有していなかった。そこで、X 社は株主名簿を入手するために、ウィリアムズ法に基づいて Y 社を提訴した。

〔判旨〕

Y 社は競合買付者である訴外 Racal Electronics 社（友好的買取者）に自由に株主名簿を閲覧させておきながら、X 社にも名簿を提供しているものの、実質的には閲覧を制限している事実がうかがえる。これはウィリアムズ法の趣旨に反するものであり、公平性（fairness）の観点から、Y 社は X 社に対し Y 社の株主名簿を開示しなければならない<sup>49)</sup>。

(2) 否定例(1)

a. *A & K Railroad Materials, Inc. v. Green Bay & Western Railroad* (④判決)<sup>50)</sup>

〔事実〕

Burlington Northern 社（訴外 A）が Green Bay & Western Railroad（被告 Y）

---

47) *Ibid.*, at 916.

48) 425 F. Supp. 1145 (S.D.N.Y. 1977).

49) *Ibid.*, at 1163, 1165.

50) 437 F. Supp. 636 (E.D. Wis. 1977).

論説（木村）

の発行済み株式について友好的な公開買付けを行って3年後（A社は当該公開買付けにより85%を取得していた）、A & K Railroad Materials社（原告X）はY社に対して敵対的な公開買付けを試みた。X社は、A社が公開買付けを行ったときと同じように、Y社に対しその株主名簿を請求したが、Y社はこれを拒絶した。そこで、X社は、Y社の取締役らは、Y社の株主に対して、A社との公開買付け応募契約を締結したことを知らせる忠実義務があるところ、当該義務を懈怠しており、X社の潜在的な利益を不当に害したとして、ウィリアムズ法及び州会社法の規定（ウィスコンシン州事業会社法 Chapter 180.1602）に基づきY社を提訴した<sup>51)</sup>。

〔判旨〕

X社は、Y社の取締役らの忠実義務違反を裏付ける十分な証拠を示していないため、X社の差止めによる救済は認められない。また、Y社にはSEC規則14(e)条違反もない。株主名簿に関する買収者の請求を単に拒絶することは、同規則14(e)条のいう欺まんの行為や欺罔行為には当たらないからである。また、Y社は、対象会社の支配権獲得に関心を有する別の買収者に対して、あえて株主名簿の調査権を認める必要はない。

なお、2つの公開買付けが同時に開始されていない場合、対象会社の取締役は競合する買収者のどちらか一方に株主名簿を開示することができる。他方で、買収者が対象会社に反論をするために対象会社の株主に連絡を取る際は、株主名簿を用いて直接連絡をとるのではなく、メディアを通じて行えば足りる<sup>52)</sup>。

---

51) 判例では、SEC規則 § 14(e)に関する訴訟について連邦裁判所は専属管轄権を有し、関連する州法上の権利について判決を下すことができるとされている (*Klaus v. Hi-Shear Corp.*, 528 F.2d 225, 231 (9<sup>th</sup> Cir. 1975))。

[http://www.leagle.com/decision/1975753528F2d225\\_1711.xml/KLAUS%20v.%20HI-SHEAR%20CORPORATION](http://www.leagle.com/decision/1975753528F2d225_1711.xml/KLAUS%20v.%20HI-SHEAR%20CORPORATION)

52) 437 F. Supp. 646 (E.D. Wis. 1977)。

b. BBC Acquisition Corp. v. Durr-Fillauer Medical, Inc. (⑤判決)<sup>53)</sup>

[事実]

Bergen Brunswig 社（訴外 A）は、公開会社である Durr 社（被告 Y）を買収することを企図していた。しかし Y 社はすでに Cardinal Distributions 社（訴外 B）との買収契約に合意していた。そこで A 社は B 社に対抗するために BBC 社（原告 X）を設立し、市場で 100 株の Y 社株を買い付け、B 社がすでに提示し（Y 社も合意し）ていた価格よりも高値で Y 社株の全部を現金で買付けることを友好的に提案した。

しかし Y 社の取締役が X 社の提案を断ったため、X 社は、株主としての権利を行使し、帳簿・記録の調査を書面により請求した。なお、X 社は、Y 社と B 社の合意に関する情報に加えて、Y 社が合意にあたり B 社に開示したものと同一情報を請求した。また、X 社は調査目的として、B 社及び X 社の競合買付のいずれを選択すべきなのか、また、B 社及び Y 社が交わした買収契約に合理性があるか否かを株主に問うために、株主総会決議を目的とする委任状勧誘を行う可能性があるため、Y 社の他の株主と連絡と取る必要性があることを挙げた。

Y 社は X 社の請求に応じず、また、A 社及び X 社との協議も拒んだ。なお、B 社はその後、X 社の買付価格を上回る価格に買付価格を修正したが、X 社はこれに対抗する新たな価格を提示しなかった。なぜなら、Y 社と B 社の合意では、Y 社は競合買取者と交渉を行ったり情報開示をすることが禁じられていたからである。そこで、Y 社は一貫して X 社に対する情報開示を拒み続けた。ところが、X 社は情報がなければ B 社に対抗する買付提案を行うことができないとして、調査権の行使を求めて Y 社を提訴した。

[判旨]

X 社の真の（また主要な）目的は、買付価格を設定し直し、買付けをやり直すかどうかを決めることにあり、かかる目的は（デラウェア州一般会社法）

---

53) 623 A.2d 85 (Del. Ch. 1992).

論説 (木村)

220条の権利として認めることができない<sup>54)</sup>。なお、X社がB社よりも高い買付価格を提示することは他の株主の利益にも合致するとして、X社はいわゆる取締役のレプロン義務<sup>55)</sup>を主張しているが、本判決は他の理由により結論を導いているため、これについて判断しない<sup>56,57)</sup>。

### (3) 否定例(2)

#### a. Golden Cycle, L.L.C. v. Global Motorsport Group, Inc. (⑥判決)<sup>58)</sup>

[事実]

Golden社(原告X)は、1998年1月、Global社(被告Y)の買取のために設立された会社である。X社は同年3月までにY社の株式の10%を取得し、Y社の筆頭株主となった。3月下旬、X社はY経営陣に対し、市場価格より26%高い1株18ドルでY社株式を買い付ける旨を提案した。しかしY経営陣が交渉を拒否したため、同年4月4日にX社は敵対的公開買付けを開始した。

なお、Y経営陣はその一方で投資銀行と契約を交わしており、短期的に株式価値を最大化するための考え得る方策について助言を受けていた。Y経営陣は助言を得るために投資銀行に会社情報を提供していた。

同年4月9日及び11日、Y社は投資銀行の助言を受けてX社の申し出を拒絶した。そして、会社の売却や他社との提携を行うことを決議せずに、Y社の株式価値を最大化するための他の可能な選択肢を今後検討していく旨をX社に

---

54) *Ibid.*, at 88.

55) レプロン判決は、敵対的買取の局面における株主に対する取締役の行動準則について述べたものであり、経営陣が会社自体の売却を決定した場合、取締役は株主の利益のために、売却価格の最大化を図る義務があると判示している (*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1985), at 184)。

56) 本件はレプロン事件とは異なり、経営陣が会社の売却を決定した事案ではないため、裁判所が原告の主張に取り合わなかったものと考えられる。

57) BBC判決を踏襲した判決の一例として、例えば、*Madison Real Estate Immobilien Anlagegesellschaft Beschränkt Haftende KG v. Kanam USA XIX Limited Partnership and Kanam USA Management XIX Limited Partnership* (2008 Del. Ch. Lexis 201) がある。

58) C.A. No. 16292, 1998 Del. Ch. Lexis 92 (Del. Ch. June 18, 1998)。

通知した。

4月13日、Y社はX社の提案を拒絶したことを公表した。その際、X社の買付価格よりも魅力的な買付価格でY社を買取することに関心を有する者とは交渉の用意があることも明らかにした。

なお、Y社は、X社も含めた買収希望者すべてに対して会社情報へアクセスすることを認めたが、それは、2年間、Y社株式の取得や買付けを行わないという据置協定に署名することを条件としていた。そこで、X社は、当該据置協定の仮差止命令を求めて申し立てを行った。

X社は申立てに際し、実際の買付者又は買付者となる蓋然性の高い者と取締役との取引は、会社の売却において株主価値を最大化するために株価が合理的に計算されているかどうかを審査するレブロン基準によって評価されなければならないという主張を行った。

〔判旨〕

本件はBBC判決と類似性が高い。すなわち、BBC事件では、対象会社が第三者よりも高い買付価格で契約を締結したために、原告が買取価格を上げるかどうかを決定するために情報請求を試みたものである。したがって、BBC判決を基準に本件の調査目的を検討すると、法的にはX社の株主としての利益に関係があるとはいえない。

また、X社はごく最近設立された会社である上、Y社を買取する目的で設立されている。X社の主張する目的は、株主としての利益に関する目的とはいえない<sup>59)</sup>。

#### b. NiSource Capital Market, Inc. v. Columbia Energy Group (⑦判決)<sup>60)</sup>

〔事実〕

敵対的買取者であるNiSource社（原告X）と対象会社Columbia（被告Y）

59) *Ibid.*, at \*4-\*6.

60) C.A. No. 17341, 1999 Del. Ch. Lexis 198 (Del. Ch., Sept. 24, 1999).

#### 論説（木村）

の株主らは、Y社の株式買戻し計画や他の防衛策の妥当性に異議を唱えていた。このため、X社と株主らは、すでにX社に開示されていた財務報告書と取締役会議事録を基にした機密性の高い情報を、Y社に強制的に開示させるように裁判所に求めた。

#### 〔判旨〕

X社が当該情報に有する関心と、開示によってY社が被る損害を秤にかけて当事者の利益の調整を図るとき、Y社の株主は、X社がY社の内部評価に気づかないまま支払っている可能性のあるプレミアムを受け取る機会を失う可能性がある。これは、Y社とY社の株主を脅かすほどの損害になる。Y社の潜在的な損害は、X社が情報に有する関心の程度と等しくなければならないが、X社のそれはY社が受ける損害ほど大きくはない<sup>61)</sup>。X社は当該情報がなくても調査を進めることが可能であるから、Y社は機密財務データをX社に開示する必要はない。

### 3. 裁判例の分析

これまでに、敵対的買取者が公開買付けを行う局面で株主の調査権が争われた主要な裁判例を含む7つの裁判例を見てきた。

事件名	判決結果	根拠	株主属性	株式保有期間	対象会社による妨害行為	妨害行為の性質	友好的買取者の存在
① Crane	認容	会社法	あり	—	あり	非合法的	あり
② Mesa	認容	証券法	なし	—	あり	非合法的	なし
③ ADDS	認容	証券法	なし	—	あり	非合法的	あり
④ A & K Railroad	棄却	会社法 証券法	あり	長期	なし	—	あり
⑤ BBC	棄却	会社法	わずかにあり	短期	—	合法的	あり
⑥ Golden	棄却	会社法	あり	短期	—	合法的	あり
⑦ NiSource	棄却	会社法	あり	短期	—	合法的	—

61) Ibid., at \*2-\*3.

米国では、従来、公開買付勧誘目的による調査権の行使が敵対的買取者にも容認されてきたとの評価はあるが<sup>62)</sup>、詳細にみると、原告の請求を認容した裁判例にはいくつかの看過できない特徴があることがわかる。

第1に、請求を認容した裁判例（①乃至③）は、対象会社が買付者の買付提案を不当な手段で非難するなど、対象会社の防衛手段にいずれも問題性のある事案であった。具体的には、対象会社はその株主名簿を利用して、買付者に関する虚偽の情報を株主に流し、公開買付けをめぐる情報戦で優位に立って不当に買付者の行為を妨害していた。

第2に、②事件及び③事件は請求を認容した根拠が会社法ではなく、株主名簿の調査権を特別に認めたウィリアムズ法にあったことである。前記したように、ウィリアムズ法は、開示の完全性と公平性及び規制客体間の規制の衡平性を規制目的としている。請求が株主の利益と合理的に関係しているかどうかはメルクマールとしていないのである。もっとも、②事件や③事件の事実関係からすれば、裁判所がウィリアムズ法の規定に基づき買付者の請求を認容したのは穏当である。ただし、④事件では、株主名簿に関する買取者の要求を単純に拒絶することが欺罔行為には当たらないために、Xの証券法に基づく請求が棄却されている。

このように、敵対的買取事案で公開買付勧誘目的の株主の調査権が認められた事案には、一定の特殊な事情がある。

他方で、請求が棄却された裁判例をみると、請求原因が会社法上の根拠に基づいていることがわかる。なるほど、①事件は結論として請求を認容したが、結論を導いた最大の理由はYの不当な防衛手段がXの利益を害したことに由来している。それでは、会社法上の主張につき立証不十分でXの請求を棄却した④事件を除いて、買取者の請求を棄却した裁判例（⑤事件乃至⑦事件）にはどのような特徴があるだろうか。

上記の表をみると、まず、買取者は比較的短期間に株主としての地位を得て

---

62) McChesney, *supra* note (7), at 1224.

#### 論説 (木村)

いることがわかる。実際に事実関係を見ると、原告は対象会社を買収するためだけに設立された会社であり、その実体は、調査権を行使するために株式を一定数保有しただけの会社や (⑤事件)、対象会社の株式を買い集めていた会社であった (⑥事件)。また、表に示したように、対象会社には友好的買収者の存在がある。つまり、裁判所は友好的買収者の存在がある場合には、対象会社の経営判断を尊重しているとみることができる。

他方で、従来の裁判例には、株主の地位を有する敵対的買収者が「正当な目的」に公開買付勧誘目的を挙げる場合は、株主の調査権を認めないとしたものがある。例えば、会社の支配権を得るために調査権を行使することを明示的に告げた1961年の *Goldman v. Trans-United Industries* では、裁判所は、当該調査は会社の利益とも株主の利益とも密接な関係があるとはいえない旨判示している<sup>63)</sup>。また、④事件では、非友好的な買収者に対し、株主の調査権を認める必要はないという判示がなされた。

たしかに、株主としての地位を有する敵対的買収者が所与の情報収集権を行使できないという規定は制定法上にはないが、実際には判例法上、敵対的買収者がどのような経緯で株主としての地位を得たのかが厳密に審査されている。とりわけ、対象会社が友好的買収者と交渉をしている場合は、対象会社の経営判断が尊重され、競合的買付けの場合でも、買付価格に関するレブロン義務は買収者の請求を認めるための理由づけとしては採用されていない。

なお、後で見るとわが国の裁判例や学説のように、米国では公開買付けがコーポレートガバナンスに資するというような観点から、買収者の「正当な目的」の合理性を判断していない。

---

63) 171 A.2d 788 (1961 Pa.). 調査権行使の目的について、原告は原審において対象会社の不適切な経営を正すためとしていたが、控訴審では会社の支配権を得るために調査の目的があると述べた (*Ibid.*, at 790)。



### Ⅲ. 日本法

#### 1. 公開買付勧誘に関連する法の概要

##### (1) 金融商品取引法上の規律

公開買付けは、一般に、会社の支配権獲得を目指して、一定の価格で所定の数の株式を買う旨の公告をして買い付ける方法である。買取者が株式を不特定多数の者から取得するために、とりわけ上場会社の投資者について情報不足が生じないよう、投資者である株主の保護の観点から、金商法の領域において公開買付けを規律する必要が生じてくる<sup>64)</sup>。

ところが、公開買付けでは投資者にあたるものが株主であるがために<sup>65)</sup>、支配権の変動を伴う公開買付けでは、いわゆる自益権を行使するだけの株主の投資判断が、共益権の権利の行使に関わるために問題が複雑化する。すなわちキャピタルゲインを得るにすぎない株主の投資判断が、結果的に対象会社の経営者の交替をもたらすことがありえ、対象会社の経営者の利害と衝突することがあるからである。

経営者の交替等が長期的に当該会社の企業価値を増大すれば問題はないが、逆に経営者の異動が企業価値を毀損することになれば、売却に応じない対象会社の残存株主の利益にも深刻な影響を及ぼす。しかし一方で、買取者の正当な利益も当然ながら訴外されてはならない。このように、公開買付勧誘における投資勧誘は複層的な利害関係の下で行われるために、一般の投資勧誘に比してより慎重な政策判断の下で、当事者の行為をいかに規制するかが重要な課題となる<sup>66)</sup>。

これについて、わが国の公開買付勧誘は公開買付け者の行動の定型化と情報開示によって利害関係人に権利行使の機会を得させることを目的として<sup>67)</sup>、通常の株式の譲渡の場合とは異なり、株券等の買付け等の申込み又は売付け等の

64) 柳川範之「法と企業行動の経済分析」(日本経済新聞社、2006) 86-72頁。

65) 神田ほか・前掲注(5) 268頁注(11)。

66) クラークマン・前掲注(6) 227頁。

論説 (木村)

勧誘を行う際には公告によることを金商法で義務づけている（金商法27条の2第6項、27条の3第1項）。株主である投資者に直接勧誘をすることは必ずしも否定されていないが、投資者としての株主の自律性にかんがみれば、買取者からの不招性勧誘を嫌う株主の存在にも一定の配慮をする必要がある。

## (2) 会社法上の株主名簿閲覧請求権

公開買付勧誘にあたっては、買取者が株主であることから、買取者に効果的に勧誘を行わせることの効用を考へて、会社法上の株主名簿の閲覧謄写請求権を行使させ（会社法125条2項）、株主名簿に記載されている情報を基に買取者に個別勧誘を行わせることの是非を検討することができる<sup>68)</sup>。

株主名簿の閲覧謄写請求権制度の目的は、株主等が権利の確保または行使に関して調査を行うことを可能にし、株主等の保護を図ることが直接の趣旨だとされている<sup>69)</sup>。すなわち、倉沢康一郎教授によれば、株主名簿の閲覧謄写請求権の実質的内容は会社の人的組織に関するものであって、経営とは無関係であり、自益権と解すべきものであるとされる<sup>70)</sup>。

他方で、株主名簿の閲覧謄写請求権は、その後に予定された株主権の確保または行使の前提として認められた手段的権利にすぎないとすれば、間接的に株主等による監視を通じて会社の利益を保護する効果を有するものといえる。この考え方は、株主名簿の閲覧謄写権が株主個人の直接的な利益保護と会社の間

67) 岸田雅雄編『注釈金融商品取引法〔第1巻〕』（金融財政事情研究会、2011）702頁（関口智弘）。

68) 株主名簿の閲覧請求権は株主の個人情報管理するものとして、会社の当該情報に関する他の株主の個人的利益の関係で問題となり得る。しかしこの問題は「会社の利益」との比較衡量ではなく、「会社の責任」の範囲の問題として捉えられなければならない（倉沢康一郎「判批」ジュリ901号45頁（1988）。同旨につき、青竹正一「株主の会計帳簿・株主名簿の閲覧請求と仮処分」『前田重行先生古稀記念 企業法・会社法の新潮流』（商事法務、2013）50頁）。

69) 山下〔前田〕・前掲注(3) 289頁。

70) 倉沢・前掲注(68) 44頁。

接的な利益保護のためにあるという判例法理（大判昭和8年5月18日法学2巻1490頁。以下、昭和8年大判）の趣旨から導き出されている。

なお、閲覧謄写請求権の自益権的性質について補足すれば、その行使方法が不当であり、会社の利害を害する場合には、当該行使は信義則に違反するところとなる<sup>71)</sup>。また、請求者の権利行使が「株主の権利の確保又は行使に関する調査以外の目的」で行われる場合は権利の濫用となり認められない（会社法125条3項1号<sup>72)</sup>）。

この点、買取者の有する株主としての権利は、どのような権利の確保や行使に該当するのかは、条文上必ずしも自明ではない。しかし例えば、公開買付けは現在の株主でなくとも行えることに鑑みると、公開買付勧誘目的の株主調査は株主たる資格とは無関係だといえることができる。現在1株でも保有していれば、株主の権利の「確保又は行使に関する調査」にあたり、そうでなければあたらないのはやや不自然であるといえるかもしれない<sup>73)</sup>。

## 2. アコーディア・ゴルフ事件

### (1) 事案の概要

X（債権者）は、ゴルフ場の企画、建設、開発、所有、管理、運営及び経営等の事業を営む株式会社並びにこれに相当する業務を営む外国会社の株式又は持分を直接的又は間接的に保有することにより、当該会社の事業活動を支配・管理することを目的とする株式会社である。東京証券取引所第1部に上場しており、Y（債務者）の発行する株式を1株保有していた。なお、Xの親会社Pの子会社Qは、平成24年9月30日時点でYの発行する株式を1万9893株保有していた。

Yはゴルフ場、ゴルフ練習場等のスポーツ・レジャー施設等の経営、運営、管理及び売買並びにそれらの受託及びコンサルタント等を目的とする株式会社

71) 倉沢・前掲注(70)。

72) 最判平成2年4月17日判時1380号136頁等。

73) 木村真生子「判批」ジュリ1462号111頁(2014)。

#### 論説（木村）

である。東京証券取引所第1部に上場しており、その発行済み株式総数は105万3587株である。XとYはいずれも、自ら又はその子会社等を通じてゴルフ場の運営を行うことを主たる事業としている。

平成24年1月、Xの代表取締役A及び取締役Cは、Yに文書を送付してXとYとの間の経営統合を提案した。その後、経営統合に関する協議・検討が行われたが、同年3月、当時のYの代表取締役Dにコンプライアンス上の問題がある旨の情報に接したことを理由に経営統合に関する協議・検討を停止する旨を書面により通知した。

Qほか7名のY株主らは、平成24年4月、Yに対し、取締役らの選任議案（以下、株主提案議案）を提出し、Qが閲覧謄写請求より入手したYの株主名簿の記載情報を用いてY株主に対し委任状を送付し、議決権の代理行使の勧誘を行った。これに対し、Yは同社の選任議案に賛成するよう呼びかけた。平成24年6月28及び29日に定時株主総会が開催され、Yの議案が可決されて株主提案議案は否決された。

Xは、平成24年11月、Yの発行する普通株式について、買付価格を1株につき8万1000円、買付予定数及びその上限を52万4105株、買付予定数の下限を20万9224株として公開買付けを開始した（本件公開買付け）。しかしYは、平成24年12月、本件公開買付けに対し反対意見を表明した。意見表明から2日後、XはYに対し、公開買付け勧誘目的及び委任状勧誘目的を示し、Yの株主名簿（本件株主名簿）の閲覧謄写を求めたがXに対する回答を拒絶した。

Xは、Yの株主に対し本件公開買付けへの応募を勧誘するためにYの本件株主名簿に記載されている株主の氏名、住所等を把握すること（公開買付け勧誘目的）及びYが臨時株主総会を開催した場合に債務者の株主に対し議決権の代理行使を勧誘するために本件株主名簿に記載されている株主の氏名、住所等を把握すること（委任状勧誘目的）を目的として、会社法125条2項に基づき、本件株主名簿の閲覧謄写の仮処分を裁判所に申し立てた。Yは、Xの請求が同条3項1号から3号の各閲覧謄写の拒絶事由に該当するとして、被保全権利の存在及び本件申立ての保全の必要性について争った。

(2) 決定要旨-申立て認容

以下では争点のうち、本稿が検討対象とする「株主の権利」に関わる決定要旨のみを取り上げる<sup>74)</sup>。

(a) 会社法125条3項1号該当性

「株式会社の最高の意思決定機関である株主総会において議決権を行使することにより、会社の運営・管理上の意思決定に参加し、あるいはその経営に影響力を行使することは、株主の有する権利の本質的要素であるところ、株主総会における多数決原理が妥当する株式会社においては、自己が保有する株式数を増加させ、株主総会における発言権を強化することは、上記のような株主の権利の確保又は行使の実効性を高めるための最も有力な方法といえる。かかる観点からすると、株主が他の株主から株式を譲り受けることは、株主の権利の確保又は行使と密接な関連を有するものといえ、このような株式譲受けの目的で現在の株主が誰であるかを確認することは『株主の権利の確保又は行使に関する調査』に該当する。そして、この理は、本件のように上場会社を対象会社とする公開買付けの場合も異ならないというべきである。

したがって、公開買付け勧誘目的は、「株主の権利の確保又は行使に関する調査以外の目的」とはいえない。」

「株主が株主総会において議案を提出したり、議決権を行使することは株主

---

74) 本決定では、競業者からの閲覧請求の拒絶を定める会社法125条3項3号該当性も争点の一つとなった。決定要旨は「株主名簿の場合には、単に請求者が競業者であるというだけでは、……定型的に権利濫用のおそれがあるということとはできない。……会社法125条3項3号……は、単に請求者が会社の業務と競争関係にある事業を営むなどしているだけではなく、株主名簿の記載情報が競業者に知られることによって不利益を被るような性質・態様で営まれている事業について、請求者が会社と競争関係にある場合に限られると解するのが相当」だと判示した。これは、東京地決平成22年7月20日金判1348号14頁や東京地判平成22年12月3日判タ1373号231頁を踏襲した(弥永真生「本件判比」ジュリ1452号4頁(2013))だけでなく、また従来の学説の考え方(大杉謙一「判批」ジュリ1436号106頁(2012))等とも一致する。なお、会社法125条3項3号は削除されることが予定されている。

#### 論説（木村）

権の行使にほかならないところ、議決権の代理行使を勧誘するなど、自己に賛同する同志を募る目的で株主名簿の閲覧謄写の請求をすることは、株主の権利の確保又は行使に関する調査の目的で行うものと評価すべきである。

したがって、委任状勧誘目的は、「株主の権利の確保又は行使に関する調査以外の目的」とはいえない。」

#### (b) 保全の必要性

「株式公開買付けの場面においては、対象会社の株主に直接接触し、個別の勧誘行為を行うことは、買取者にとって、重要な意義を有するものといえる。」  
「……XがY株主に対し個別に接触し勧誘するためには、本件株主名簿に記載された株主の氏名、住所等を把握する必要性が高いというべきである。」

「本件公開買付けの…（期）日までに本案判決を得て本件株主名簿の閲覧謄写を行うことは事実上不可能であることに照らせば、Xは、現時点で株主名簿の閲覧謄写をすることができなければ、本件公開買付けにおいてY株主に対し個別に接触し勧誘する機会を喪失することが明らかである。」

「以上の諸事情を総合的に考慮すれば、本件においては、Xが、Y株主に対し個別に接触し勧誘する機会を喪失すること自体が、Xにとって「著しい損害」となるものと評価することができ、本件においては、Xに生ずる著しい損害を避けるため、本件株主名簿の閲覧謄写の仮処分命令の必要があるものと一応認められる。」

#### (3) 決定要旨の検討

本決定は、「公開買付け勧誘目的」や「委任状勧誘目的」が、会社法125条3項1号所定の「株主の権利の確保又は行使に関する調査」にあたることを明示した初の裁判例としての意義を有する<sup>75)</sup>。そして、公開買付けが委任状勧誘と連動する状況下で、対象会社が株主名簿の閲覧謄写に応じる必要性を認めた点

---

75) 弥永・前掲注(74)3頁。

でも実務上意義が大きい<sup>76)</sup>。しかし以下の点については、決定要旨に疑問なしとはいえないように思われる。

第1は、判旨が公開買付けのコーポレートガバナンスに資する局面だけを見て、公開買付勧誘目的における買収者の権利行使を容認した点である。たしかに、公開買付けはそれを通じて企業価値が向上し、株主の利益に資する場合もあるが<sup>77)</sup>、公開買付けは単なる買占めの場合にも利用されるなど、様々な目的で行われることに留意する必要がある。例えば、敵対的買収の場合がいわゆる略奪的買収となった場合には、企業価値が棄損される場合もありえ、そうでない場合でも買収者が誤った判断をする可能性もある<sup>78)</sup>。つまり、公開買付けが株主の利益増進につながるという保証はなく<sup>79)</sup>、略奪的買収にあたる公開買付けを行う場合の調査は、全体として評価すれば、権利の濫用にあたるとの評価もできるからである。

第2は、本件判旨が「この理は上場会社を対象会社とする公開買付けの場合も異ならない」という一文を理由づけに付け加えた点にある。決定要旨は特に明示していないが、本件の解決にあたり、裁判所は上場会社ではない山形交通事件（山形地裁昭和62年2月3日判決判時1233号141頁）を類似のケースとして想定していたように思われる。

山形交通事件とは、大株主で債権者であるXが、現経営陣を批判して解任された元経営者である訴外Aの復権を図るために、不特定多数の株主に対して、所有株式の譲受けを勧誘するために株主名簿の閲覧謄写を請求した事案である。同判決で判旨は、株主は会社の利益のために会社経営に対する監視・

76) アコーディア・ゴルフ事件の評釈として、中村康江「判批」平成25年度重判ジュリ1466号104頁(2014)がある。

77) 荒谷・前掲注(3)99頁。

78) 柳川・前掲注(64)67-72頁。

79) 敵対的な企業買収は株主に固有の複雑な問題を孕むだけでなく、社会の富、すなわちステークホルダーに不利益を与える可能性がある。この点に関するアメリカの学説及び州法の先行研究として、吉川和志「州による企業買収規制の展開と現況(下)」商事1221号14頁以下(1990)を参照。

#### 論説 (木村)

批判の機能を有するものであるから、株主が発言権の強化のため、株式を買い受けるための行動に出ることは直ちに会社の利益に反するものとは言えず、その手段・方法が正当なものである限り非難されることではないとしている<sup>80)</sup>。

しかし山形交通事件は株式の譲渡に係わる非上場会社の事案であり、本件のような公開買付の事案とは分けて考える必要がある。なぜなら、公開買付けにおいては支配株式の譲渡に際して支配プレミアムが支払われており、利益配当請求権の現在価値にとどまらず支配株式の取得により期待できる優越的な経済的利益に対する対価も含まれている。それゆえ、投資者に対する強圧性の問題が生じ、一般株式の譲渡と支配株式の譲渡を同列に論じることは妥当とは言えないからである<sup>81)</sup>。また、公開買付勧誘においては、情報の非対称性から派生する投資者保護の問題が、重要な考慮要素としてあることにも留意しなければならないだろう。

#### V. 考察

わが国の会社法の情報収集権が米国法を母法にしていることからすれば、情報収集権をめぐる同様の問題がある場合、米国法の法解釈がわが国の法解釈にも妥当する余地があるということは一般的には言えるかもしれない。しかし、公開買付勧誘目的に基づく株主の情報収集権について言えば、当該権利行使を認めるための「正当な目的」の解釈上のアプローチは上記のように日米で異なる。では、なぜそのような違いが生じているのだろうか。

私見では、それが株主の調査権に関する両国の会社法の条文の文言に見られるわずかの差異から生じた可能性があることを、次のように指摘できる。

米国の株主の調査権を定めるデラウェア州一般会社法220条(b)項を見ると、正当な目的は「株主の利益 (shareholder's interest)」と合理的に関係することが要求されている。英米法上、「株主の利益」は「株主の権利」よりも広い

---

80) 判時1233号142頁。

81) 森淳二郎「会社支配の変動と株主の利益」法教114号68頁(1990)。



概念である<sup>82)</sup>。したがって、米国では株主の調査権が比較的認めやすいということが言えそうであり、実際にも裁判例は広く株主の調査権を認めてきた。

他方で、わが国の会社法125条3項1号は、当該請求が「株主…の権利の確保又は行使に関する」ものであることを要求している。このため、先例となる昭和8年大判は、わが国の会社法の権利概念に基づき、「株主名簿の閲覧謄写権が株主個人の直接的な利益保護と会社の間接的な利益保護のためにある」という規範を述べている。そして、この論理を出発点とし、判例・学説もまた、経営者の監督是正のための情報収集機能が株主名簿の閲覧謄写権に備わっていることを支持してきた。

一方、英米法では、「株主の権利 (shareholder's right)」は定款ないし株主間契約等から派生するものであり、権利の中核的な概念は議決権 (voting right) であると考え<sup>83)</sup>、「株主の利益」は一般的に株価と親和性のあるものであるとされる<sup>84)</sup>。翻って、公開買付けの目的は、①対象会社株主の利益の保護と促進、②社会的に望ましい企業買取行動の促進、③一般投資者の利益の保護と促進であり<sup>85)</sup>、その契約的な性質と深く結びついている。そうすると、公開買付勧誘目的による株主の調査権は「株主の利益」とより密接関連性があり、請求者の権利行使が認められやすいと考えることができる。つまり、株主の調査権を認めるために、コーポレートガバナンスとの関連性を検討する必要性はそれほど高くないことになる。これは、株主名簿の閲覧謄写請求権の性質を自益権であるとした、本稿IV. 1. (2)の倉沢教授の解釈とも整合的である。IV. 2で検討したわが国のアコーディア・ゴルフ事件で、判旨がコーポレートガバナンスとの関連性を指摘したのは、おそらく公開買付けが直接の理由ではなく、

82) Xuereb, P. G., *The Rights of Shareholders*, BSP Professional Books (1989), at 5.

83) *Ibid.*, at 4.

84) Scully, M., "Maximizing Shareholder Value: What Are Shareholders' Interests?", The Aspen Institute Center for Business Education's Corporate Governance and Accountability Project (2005), cited on <http://www.caseplace.org/d.asp?d=2797>.

85) 戸田・前掲注 (39) 13頁。

#### 論説 (木村)

当該公開買付けが委任状勧誘と連動していたことに影響されたとみる方が自然な解釈かもしれない。

しかしながら、以上を前提にしても、敵対的買収者による株主の調査権行使は、米国においても制約される場合があることが本稿のⅢで明らかになった。そこで、公開買付けにおける当事者の「利益」に着目したⅡでの分析を基に検討を行うと、次のような結論を導くことができる。

支配権移動を伴う公開買付けでは、その会社に与える影響の大きさや関係当事者の利益を相互考慮した場合、敵対的買収者の調査権行使においてはとりわけ慎重な判断が求められるなければならない。公開買付けでは、会社の短期的・長期的な利益に配慮しつつ、会社における矛盾する様々な利益のバランスを図る責務を負う対象会社の取締役<sup>86)</sup>に過大な負担を強いるからである。法は、公開買付けの取引当事者の利益だけでなく、対象会社の取締役の利益にも十分な配慮をして、買収者の請求の可否を検討しなければならない。

以上を前提に、本稿が掲げた問題、すなわち買収者による公開買付勧誘目的による株主名簿の閲覧謄写請求権の行使の可否を、公開買付けの本来的な性質と考え合わせてみた場合、筆者は次のような理由から、株主としての買収者による権利行使は原則として容認すべきではないと考えることができるように思う。

第1は、主要目的テストに限界があるという点である。株主名簿の閲覧謄写請求権の行使に際して、株主たる買収者は、潜在的に置かれた複雑な利益状況の下で複数の目的を有している。閲覧等請求権の行使にあたり、買収者の主たる目的は適切でなければならないが<sup>87)</sup>、その主たる目的を判別することは非常に困難を伴う。そうであれば、買収者の主張する調査目的のみから権利行使の可否を判断することには誤審のリスクを伴うだろう。

第2は、現行の公開買付制度の設計上の不備や会社法の規定の不備から生じる対象会社株主の不利益である。当事者以外の第三者によって、公開買付けの

---

86) See, Xuereb, *supra* note (82) at 4.

87) See, BBC, *supra* note (54).

当否が投資の判断材料として株主に提示されない現行の公開買付制度の下では、公開買付けの強圧性の問題を過小評価することはできない。また、米国とは異なり、わが国の会社法は、権利行使者に対して名簿の目的外利用をさせないための厳しいルールを定めていない。したがって、買取者の直接勧誘がもたらす影響から、投資者たる株主を保護する必要性は決して低くないといえよう。

第3は、株主の投資者としての自律性を尊重する視点である。公開買付けにおける株主の行動は、投資における株主の自己責任原則の下でも検討することが可能である。株主は、金商法の下で庇護を受けながらも、買取者に関する情報を主体的に収集することが求められる。実際、株主による情報収集は、インターネットなどの現在の通信網の発達した社会の下では、従来よりも比較的容易になっている<sup>88)</sup>。買取者からの直接の情報提供を自らの投資判断に役立てる株主がいる一方で、これを不招性勧誘として受け止める株主の存在にもまた法は配慮をしなければならない。

第4は、買取者の行動の合理性に対する疑問である。買取者はコストをかけながらも、最新の株主名簿を入手できる可能性は決して高くはなく、買取者が株主名簿の閲覧謄写請求権を行使する実益は実はそれほど大きくはない。たしかに、公開買付が比較的短期間のうちに終了することを考慮すれば、武器対等の観点から、買取者に株主名簿の閲覧謄写権を認める必要性はある。しかしその場合にも、買取者が対象会社から不当な扱いを受けていない場合、及び、裁判所が従来認めてきた保全の必要性の枠内において認められるべきであると解される。

以上を要するに、買付者の直接の公開買付勧誘によって株主が得る便益と不利益を比較衡量した結果、公開買付勧誘目的に基づき買取者に株主名簿を利用されることによって株主が間接的に被る不利益は、その便益よりも大きいと解することができるのではないだろうか。したがって、買取者による公開買付勧誘目的による株主名簿の閲覧謄写請求権の行使は、限定的に容認されるべきで

---

88) デジタル・ディバイド (digital divide) の問題は別途検討を要するだろう。

論説 (木村)

あると考える。

## VI. 結語

本稿は、株主の地位を前提としない公開買付けにおいて、とりわけ公開買付けが支配権取引に利用される場合に、対象会社の株主を勧誘する目的で、買収者自らが会社法上の「株主としての権利」を行使し、株主名簿の閲覧等を行って個別勧誘を行うことの可否を検討してきた。

Ⅱ章では、公開買付けにおける当事者利益の相互関係はその緊張関係に特徴があり、複雑なエージェンシー問題が生じていること、また、株主たる買付者はその緊張関係を利用して自らの利益を図る可能性を有していることなどを明らかにした。

Ⅲ章では、米国法の制定法と判例法を紹介した。そして判例法の分析において、公開買付勧誘目的による調査権の行使が敵対的買収者についても容認されているとの従来の評価は必ずしも正しくなく、むしろ、買収者の株主としての属性は裁判所により厳密に調査されていること、友好的買収者がいる場合には、対象会社の取締役の経営判断が尊重されていることなどを突き止めた。

Ⅳ章では、日本法の分析において、米国の裁判例と対照となるアコーディア・ゴルフ事件を検討した。わが国では、敵対的買収者の公開買付勧誘目的による株主名簿の閲覧謄写請求権の行使は、コーポレートガバナンス目的に資するという理由で容認されていることを確認した。

Ⅴ章では、以上を基に総合的な検討を行い、株主の調査権の判断において、わが国が米国法とは異なる法解釈を試みていること、また、買収者による公開買付勧誘目的に基づく株主名簿の閲覧謄写請求権の行使は、当事者の利益衡量や公開買付制度の有する影響の大きさにかんがみると、対象会社の株主の利益に必ずしも寄与しないことを述べた。もっとも、本稿では敵対的買収者の利益について必ずしも十分な検討を行うことができなかつたと思われる。この点については今後の課題として検討したい。

(きむら・まきこ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻准教授)